

**FUSIONES Y ADQUISICIONES Y CONSEJEROS INDEPENDIENTES. EL  
PAPEL DEL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES**

**Javier MEGÍAS LÓPEZ ©**

Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid

Publicado en:

- *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 123, 2011, págs. 75-104. ISSN  
0211-6138

## FUSIONES Y ADQUISICIONES Y CONSEJEROS INDEPENDIENTES. EL PAPEL DEL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES<sup>(\*)</sup>

Javier MEGÍAS LÓPEZ

Departamento de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid

### SUMARIO

#### I. INTRODUCCIÓN

#### II. EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

#### III. EL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ESTADOS UNIDOS

#### IV. CONCLUSIONES

#### V. BIBLIOGRAFÍA

**Resumen:** El presente trabajo incorpora el parámetro de diligencia exigible al consejero independiente a los momentos del procedimiento de fusión donde más destacadamente participa el Consejo de Administración, en el contexto de su función de supervisión aplicable en España. La ausencia de cometidos especiales relativos a la función de supervisión, específicamente en el marco de las fusiones y adquisiciones, contrasta con el amplio desarrollo en Estados Unidos de un Comité Especial para fusiones y adquisiciones formado por consejeros independientes.

**Palabras clave:** sociedades cotizadas, gobierno corporativo, consejero independiente, fusiones y adquisiciones, Comité Especial.

**Abstract:** This article refers to the independent director's duty of care in the different moments of the merger process in which board of directors notably takes part, in the

---

<sup>(\*)</sup> El presente trabajo constituye el texto ampliado y revisado de la intervención del autor en el *VIII Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil*, celebrado entre los días 27 y 30 de septiembre de 2010 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco Santander, J & A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación *Plan de acción de la Unión Europea sobre el Derecho de Sociedades y la modernización del Derecho español de sociedades de capital*, DER2008-01520, financiado por el Ministerio de Educación.

El trabajo se ha elaborado en el contexto de la investigación correspondiente a la tesis doctoral del autor, para cuya realización disfruta de una beca de Formación del Profesorado Universitario concedida por el Ministerio de Educación.

context of its monitoring function and according to the Spanish law. The lack of special commitments relating to the duty to monitor, particularly in the M&A framework, contrasts with the wide develop in the US of a Special Committee for Mergers and Acquisitions of independent directors.

**Key words:** listed companies, corporate governance, independent director, mergers and acquisitions, Special Committee

---

## I. INTRODUCCIÓN

El estatuto del consejero independiente está por definir casi al completo. Después de más de una década de presencia en los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas españolas se ha evolucionado en torno a la noción de independencia y a los requisitos de acceso al cargo, pero otros aspectos de su estatuto permanecen inmutados. ¿Quiere esto decir que el consejero independiente es sólo eso, un consejero sin vínculos con determinados colectivos? La respuesta, que debería ser negativa, en la actualidad permanece en el aire. En efecto, la dotación de unos requisitos de desvinculación a un tipo de consejero tiene una finalidad, como es el mejor desempeño de la función de supervisión del Consejo en el contexto del *monitoring model*. Pero poco se haría para alcanzar esta finalidad si el estatuto se quedara ahí, en los requisitos de independencia, y no avanzara en la facilitación del desempeño de la función de control que se encomienda teóricamente a los independientes, así como en las consecuencias derivadas de ese estatuto funcional. Es decir, es la función de supervisión la que conforma los demás aspectos del estatuto. Parecen palabras absurdas por evidentes, pero lo cierto es que los avances en la asunción del modelo supervisor del Consejo desde el punto de vista del desempeño de la propia función son ínfimos<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> «No parece que tenga sentido estimular o imponer específicamente la presencia de consejeros independientes si no se quiere algo más», ESTEBAN VELASCO, G., «Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 27, 2006, p. 95. Fácilmente se entiende que resulta lógica la exigencia de requisitos de independencia a varios consejeros como punto de partida para el establecimiento del modelo supervisor, pues es el paso más sencillo en un primer nivel de desvinculación. Las dificultades comienzan posteriormente, con el desarrollo completo de su estatuto como consejero supervisor.

En el presente trabajo no prejuzgamos aspectos como la noción de independencia, la justificación de la existencia de la figura, la necesidad o no de su previsión legal, ni un largo etcétera de cuestiones interesantes y polémicas de su estatuto. Abordamos brevemente el estatuto funcional del consejero independiente en el marco de las fusiones y adquisiciones; esto es, el deber de diligencia que le es exigible en la materia con el actual vacío de funciones de la figura. En segundo lugar, veremos la posibilidad de introducir un Comité *ad hoc* formado por (los) consejeros independientes como herramienta de apoyo a la supervisión sobre la operación de que se trate, a la luz del desarrollo de este tipo de comités en Estados Unidos.

## II. EL PAPEL DEL CONSEJERO INDEPENDIENTE EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

En ausencia de determinación del contenido de la función de supervisión, es necesario deducir la actitud que se espera del consejero independiente en los casos de fusiones y adquisiciones incorporando ese parámetro de diligencia abstracto en cada fase del procedimiento de fusión a partir de la situación típica que se presenta en la materia. Lógicamente, la actitud de reacción del consejero independiente dependerá de las circunstancias particulares que rodeen a la situación concreta frente a la que deba reaccionar, por lo que cualquier intento de determinación cerrada —tanto de las situaciones como de las reacciones— podría ser ocioso por incompleto<sup>2</sup>.

Ahora bien, a pesar de que una concreción completa no es posible, sí podemos señalar la doble pauta abstracta que debe guiar el actuar del consejero independiente en el Consejo de Administración (CdA): por una parte, la promoción del interés de los accionistas sin presencia en el Consejo compatible con el interés social; por otra, la prevención y corrección de la aparición de conflictos de interés en ejecutivos y accionistas de control —normalmente vía consejeros dominicales—. Así, las situaciones que motivan la intervención del independiente serán todas las que o bien son

---

<sup>2</sup> DI NANNI, C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Nápoles, 1992, p. 221, señala que «el legislador, en definitiva, obliga al administrador a un comportamiento positivo, pero no dice criterio alguno para individualizar el contenido y los límites de este deber; y sería tarea vana una búsqueda orientada en este sentido, porque la esencia misma del deber de vigilancia es indefinida».

susceptibles de vulnerar injustificadamente el interés de aquéllos, o bien pueden constituir o de hecho constituyen un conflicto de interés<sup>3</sup>.

Como es sabido, la ley reserva a la Junta General (JG) la adopción de la decisión sobre una fusión<sup>4</sup>, como quiera que las modificaciones estructurales implican un cambio sustancial en la estructura jurídica y económica de la sociedad. Si bien la realización de operaciones de reestructuración empresarial de este tipo excede del objeto social como límite al poder de administración y representación de los administradores, es fácil comprender que sea precisa una actividad representativa en este ámbito, tanto si observamos la finalidad de la operación en su vertiente estratégica como en su perspectiva de supervivencia de la compañía<sup>5</sup>, por lo que son los administradores los encargados de iniciar e impulsar los trámites necesarios para la realización de estas, mientras que la JG mantiene la competencia decisoria de forma exclusiva y excluyente<sup>6</sup>. La competencia de los administradores en toda la fase preparatoria de la fusión concluye, como es sabido, con la redacción de un proyecto que contenga las bases de la reestructuración programada y de un informe valorativo sobre los aspectos económicos

---

<sup>3</sup> El objeto del presente trabajo impide un mayor detenimiento en el examen de estas cuestiones; véase a ESTEBAN VELASCO, «Reorganización de la composición del Consejo...», op. cit., pp. 91-92 y 95; y SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, marzo de 2006, pp. 95-97; id., «Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración», en *EPrints Complutense*, núm. 21, 2008, pp. 55-56.

<sup>4</sup> Art. 40 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME).

<sup>5</sup> No podemos desconocer que las modificaciones estructurales en general, y las fusiones en particular, a menudo son operaciones orientadas a la supervivencia de la empresa, y como tal más cerca de las decisiones relativas a la terminación de la misma que de las decisiones encaminadas al progreso empresarial. Ahora bien, este tipo de operaciones de reestructuración son en gran parte de las ocasiones instrumentales para la consecución de ciertos objetivos empresariales, siendo su proliferación un instrumento societario más al servicio del desarrollo de la empresa social especialmente destacable en el ámbito de las sociedades cotizadas. Por medio de una fusión, como operación de concentración empresarial, las sociedades participantes tienen normalmente como móvil un ánimo de crecimiento en un intento de medrar en el mercado o dominarlo, reduciendo los costes, ampliando su competitividad, diversificando la actividad y entrando en nuevos mercados, mejorando la capacidad y solvencia financiera interna y externa, e incluso perfeccionando la estrategia de innovación empresarial para el desarrollo de una política de investigación y desarrollo más sólida; vid. al respecto LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2.ª edición, 2000, pp. 70 y ss.

<sup>6</sup> Véase no obstante la alteración de las competencias en los casos de fusiones especiales según los arts. 49.1.4.º y 51 LME, JUSTE MENCÍA, J., «Fusiones especiales», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 777 y 796-799. Vid. ampliamente sobre el reparto competencial en este tema LARGO GIL, R., *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 146-166; y SEQUEIRA MARTÍN, A., «El concepto de fusión y sus elementos componentes», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, pp. 391-392. Vid. también las reflexiones de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Escisión (Artículos 252 a 259 LSA)*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 92-93.

y jurídicos de ella<sup>7</sup>. Ambos documentos —proyecto e informe de los administradores—, junto con el informe de expertos independientes<sup>8</sup>, cumplen una función de informar a los socios para que éstos estén en mejores condiciones de «autotutelar» sus propios intereses en su condición de únicos legitimados para adoptar la decisión definitiva, y en este sentido desempeñan un papel de protección *a priori* de los intereses de aquéllos<sup>9</sup>; es la información, de hecho, el instrumento fundamental para la garantía de regularidad de este tipo de operaciones<sup>10</sup>. No olvidemos la necesidad de protección de los accionistas en caso de una modificación estructural, principalmente del accionista que no participa en el control de la sociedad, como quiera que su posición jurídico-económica puede verse seriamente perjudicada tras la operación, en especial por el resultado de la valoración del patrimonio social y el consecuente establecimiento de la relación de canje de las acciones, extremos éstos que se realizan sin posibilidad de injerencia de los accionistas<sup>11</sup>.

La función informativa orientada a la protección de los intereses de los accionistas —y también de los acreedores— no se entendería bien si aquella no fuera desempeñada de una manera correcta, si los administradores hicieran uso de estos instrumentos de protección precisamente para conseguir sus propios objetivos, esto es, la realización de

---

<sup>7</sup> Arts. 30 y 33 LME.

<sup>8</sup> Art. 34 LME.

<sup>9</sup> LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 261-268 y p. 428, señalando que «el análisis de los dos informes está regido por un criterio funcional; éste es el de actuar como complementos del proyecto de fusión, a fin de que éste pueda cumplir con la función eminentemente informadora, que está llamado a desempeñar en el proceso de fusión de sociedades. Particularmente, tienden a contribuir y facilitar la formación de la decisión sobre la fusión en los socios» (notas al pie omitidas). No en vano, así lo pretendió la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978 (DO L 295, de 20-10-1978) relativa a las fusiones de sociedades anónimas, cuando en su Considerando cuarto reconocía que, en el marco de la coordinación de las legislaciones nacionales orientada a la protección de los intereses y los derechos de los accionistas de las sociedades que participan en la operación, «es particularmente importante asegurar una información adecuada y tan objetiva como sea posible» a los mismos.

<sup>10</sup> EMBID IRUJO, J. M., «En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)», en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 9, 1991, p. 21. En palabras de PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998, p. 317, «las medidas dispuestas a este respecto conforman un acabado sistema informativo que sobrepasa la tradicional concepción de este derecho como mecanismo fundamentalmente instrumental del derecho de voto, y lo configuran como un instrumento de control social que tiende a asegurar que la redefinición de los derechos de todos los socios ocasionada por la fusión no se lleva a cabo en beneficio de la mayoría sino en consonancia con el interés de la sociedad»; véase también pp. 377-380.

<sup>11</sup> LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 262, nota 3; GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de los socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993, pp. 120-121; y destacadamente PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., en breve pp. 36-39, más ampliamente pp. 145 y ss.

la operación de reestructuración conforme a sus particulares propósitos, que pudieran no ser del todo compatibles con el interés de los accionistas dispersos. Por ello, el consejero independiente ha de procurar la objetividad, plenitud y claridad de los documentos informativos para que éstos puedan cumplir su función principal<sup>12</sup>. Y en su caso, la disconformidad de los consejeros independientes debería manifestarse con total transparencia en los instrumentos informativos correspondientes, además de constar en el acta de la sesión correspondiente «las discusiones y acuerdos del Consejo» al respecto —art. 250 de la Ley de sociedades de capital (LSC)— y, en su caso, la oposición de los consejeros que votaron en contra de los respectivos acuerdos<sup>13</sup>. Además de la emisión de proyecto de fusión e informe de los administradores, es destacable la labor del independiente en dos aspectos más. En primer lugar, surge un deber (también) con alcance informativo respecto de las modificaciones importantes acaecidas en el patrimonio de cualquiera de las sociedades que se fusionan —incluida la propia— después de la suscripción del proyecto y antes de celebrar la JG. En segundo lugar, en relación al deber de pasividad que establece la ley. Veremos la diligencia exigible al consejero independiente en estos diferentes momentos.

Sin detenernos demasiado, podría decirse que en el momento más inicial del procedimiento se requiere el control del consejero independiente sobre la adecuación de la fusión proyectada en cuanto operación estratégica concreta a las políticas económicas fundamentales de la gestión de la sociedad aprobadas por el CdA, como son las de inversiones, financiación y dividendos. La complicada relación de unas con otras y la búsqueda compleja de su adecuado equilibrio en relación al control sobre la eficiencia e integridad de la gestión que compete al consejero independiente requiere un detenimiento específico que excede el objeto del presente trabajo.

---

<sup>12</sup> En palabras de GUASCH MARTORELL, *La escisión...*, op. cit., p. 128, «la información que se facilite a los socios (...) deberá cumplir una triple exigencia de *veracidad, suficiencia y comprensión*».

<sup>13</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Los consejeros independientes...», op. cit., 2008, pp. 53-54, para quien «la claridad es condición que alcanza al contenido de la postura del consejero opositor. Tanto los argumentos que justifican su postura, como la posición adoptada (de frontal y absoluto desacuerdo o consistente en condicionar su adopción a ciertos requisitos o a la consideración de fórmulas alternativas a la propuesta) deben quedar claramente establecidos». Sobre la constancia de la oposición en las actas véase, además, a SÁNCHEZ CALERO, F., *Los administradores en las sociedades de capital*, 2.ª ed., Navarra, Thomson-Civitas, 2007, pp. 684-685.

Respecto del proyecto común de fusión, el consejero independiente ha de ejercer su control de objetividad, plenitud y claridad sobre todas las menciones contenidas en él, además de instar la inclusión de las menciones complementarias —del mismo modo objetivas, plenas y claras— que faciliten una mejor información a los inversores<sup>14</sup>; lógicamente al margen de su deber de instar la modificación de las condiciones materiales del proyecto que pudieran dañar el interés de aquéllos. En caso de que la redacción final del proyecto desatienda sus indicaciones, su deber de diligencia implica oponerse a su aprobación por el CdA e incluso votar en su contra, no suscribiendo el mismo con indicación de la causa en caso de que finalmente saliera adelante —art. 30.1 LME—, e incluso llegando a impugnar el acuerdo del Consejo —art. 251 de la LSC— si su discrepancia estuviera fundada en una causa invalidante del proyecto<sup>15</sup>.

Por su parte, el carácter de complemento informativo detallado del informe justificativo de los administradores acerca de los aspectos jurídicos y económicos de la operación proyectada introduce un instrumento de comunicación de la administración con el accionariado que, bien utilizado por los consejeros independientes, puede en fin constituirse como uno de los mecanismos más efectivos para realizar el control de una

---

<sup>14</sup> Apunta LARGO GIL, R., «La fase previa y el proyecto de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, p. 445, que «el contenido mínimo legal del proyecto de fusión es el contenido necesario para que el mismo cumpla su función, esencialmente informadora y no únicamente el rubricado fijado en el art. 31 de la LME. Esto es: contenido mínimo “legal” del proyecto de fusión es tanto como el contenido funcionalmente mínimo. A modo de una cláusula general, tácita en nuestro caso, que así lo exigiese, conforme con la *ratio legis*. Es el criterio para determinar si el proyecto de fusión está incompleto, inhábil, pues, para fundamentar unos acuerdos de fusión válidos», añadiendo que tanto el registrador mercantil como el juez deberían «valorar si el proyecto de fusión está completo desde un punto de vista funcional», de manera que «puede no ser suficiente el mero cumplimiento formal de la exigencia legal»; al respecto, remite la autora a su obra *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 275-278; donde además diferencia entre contenido funcionalmente necesario, pp. 278-409, y contenido facultativo y contingente, pp. 409-425, diferenciación que ya hacía en *La fusión...*, op. cit., 1992, pp. 282 y ss., y 427 y ss., respectivamente; y en términos más escuetos y actualizados, LARGO GIL, «La fase previa...», op. cit., 2009, sobre el contenido exigido legalmente, pp. 447-467, y sobre el contenido no previsto en la ley pero necesario funcionalmente, pp. 467-468. En contra de este planteamiento de LARGO GIL, del contenido mínimo funcional más allá del legal, EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 235. Contenido del proyecto de fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, p. 2254. En cualquier caso, tanto si es una exigencia como si se trata de información complementaria facultativa, el independiente debe promover que el contenido del proyecto de fusión responda a la función informativa que persigue.

<sup>15</sup> Vid. nuevamente LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 399-400. Destaca la autora que en la realidad práctica es sumamente extraño que un administrador manifieste su oposición y deje de firmar el proyecto, pues «de hecho, sólo se llega al momento de la firma del proyecto de fusión cuando está garantizada la unanimidad del acuerdo o la decisión al respecto entre los respectivos administradores de las sociedades fusionantes». El tradicional recelo a presentar un proyecto de fusión sin el acuerdo unánime del CdA puede ser sin duda relevante para la estrategia de presión del consejero independiente.



posible intervención sesgada de los consejeros con poder —ejecutivos y dominicales— en la pretendida fusión, como quiera que la valoración de los independientes podría encontrar una publicidad más directa para los inversores con vistas a la definitiva adopción en la JG de la operación propuesta. Así, se trata de un informe explicando la oportunidad de la operación, los motivos y los objetivos que se pretenden alcanzar con ella<sup>16</sup>. Lógicamente se aprecia cómo se faculta a los administradores para que, no obstante el detalle con que ha de ser redactado, y siempre dentro de la ineludible veracidad del contenido, introduzcan valoraciones subjetivas en un intento de que la operación que pretenden prospere, en cuanto que el informe trata de «justificar» el proyecto elaborado por quienes lo redactan<sup>17</sup>. De este modo, es deber del consejero independiente procurar primero la veracidad del informe, y en segundo lugar su imparcialidad y claridad. Ello implica, respectivamente, instar la corrección de las afirmaciones inciertas y omisiones, sean por causa de error o intencionadas; idealmente, promover la inclusión de los pros y los contras de la operación para los accionistas, teniendo en cuenta en su caso las diferentes clases de accionistas presentes en la sociedad; e impulsar la comprensibilidad del texto ofrecido y su verdadero carácter explicativo. Todo en los diferentes momentos procedimentales de su adopción, al ser

---

<sup>16</sup> SEQUEIRA MARTÍN, A., *Fusión (artículos 233 a 251)*, Madrid, Edersa, 1993, p. 166. El carácter explicativo de este informe respecto del proyecto exige que no se limite a repetir el contenido de éste, RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 154. En igual sentido EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 237. Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), op. cit., p. 2273-2274, que añade que «cuando el legislador pide un informe detallado ha de entenderse que se trata de un conjunto documental completo, minucioso y suficientemente claro, a la vez, que permita al destinatario del informe el entendimiento pleno del por qué de la fusión y de su concreta configuración jurídica y económica». Véase también a SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., tomo I, p. 595. Y a CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., y PÉREZ TROYA, A., *Fusión de sociedades (Artículos 232 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2008, p. 209-212.

<sup>17</sup> SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 167; EMBID IRUJO, «Artículo 237...», op. cit., 2009, p. 2271, «resulta difícil imaginar que alguno o varios de los informes elaborados por los administradores de las sociedades participantes en la fusión efectúen un juicio negativo de la misma, lo que no impide, sin embargo, que en dichos informes, además de exponerse las ventajas del proceso, puedan señalarse algunos inconvenientes o críticas»; CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., p. 202, dicen que el sentido del informe sólo puede «ser positivo, dado que un informe negativo equivaldría al reconocimiento de su falta de fundamento, y, por consiguiente, la adopción del acuerdo habría de presumirse, en principio, nula», «sin perjuicio de que pueda señalar posibles inconvenientes o dificultades de la fusión»; MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010, 144, para quien «dicho informe tendrá un carácter de exaltación de las bondades de la fusión, sin llegar a omitir, en ningún caso, las consecuencias menos benévolas para los socios.

aquél el resultado de un acuerdo del CdA en cuya deliberación, votación y aprobación han participado todos sus miembros<sup>18</sup>. Su postura respecto a él será normalmente coincidente con la adoptada con ocasión de la redacción y aprobación del proyecto, anterior cronológicamente. De esta manera, en caso de haberse opuesto al proyecto y no haberlo firmado, entendemos que se deberá explicar y justificar detalladamente en el informe la causa simplemente «indicada» «al final del proyecto» —art. 30 LME—. Ahora bien, en caso de no existir oposición al proyecto —y la consecuente ausencia de firma e indicación de causa—, el informe deberá exponer las eventuales discrepancias generadas en la redacción del mismo; es decir, en la medida en que el consejero independiente se haya opuesto a la redacción final del informe por apreciar en ella falsedad, parcialidad, insuficiencia u oscuridad, entendemos que su finalidad informativa en relación a un asunto de tanta importancia como una modificación estructural justifica la explicación de la causa de tal disidencia<sup>19</sup>. En definitiva, el contenido de este informe viene delimitado por la finalidad que persigue, lograr una información adecuada para que el accionista pueda adoptar su decisión racionalmente; y para ello se deben conjugar los intereses de los accionistas con los de la sociedad, incluyendo siempre la información imprescindible para comprender el proyecto y evitando la difusión de información confidencial no necesaria para ello<sup>20</sup>, sin perjuicio de la comunicación al organismo regulador cuando se trate de información que pueda constituir un hecho relevante<sup>21</sup>. No sería extraño que la valoración de esos extremos por

---

<sup>18</sup> CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., pp. 203-204; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Informe de los administradores...», op. cit., p. 496.

<sup>19</sup> MARTÍ MOYA, *El procedimiento de fusión...*, op. cit., p. 145-146. Véase LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 433-434, para quien sin embargo no es necesario explicar la causa de la oposición al proyecto en el informe, pues ya se habrá indicado en el propio proyecto; y sin embargo sí se debe explicar la posible discrepancia de un consejero firmante respecto del tenor de la redacción del informe. El informe de los administradores explica el proyecto, de manera que el consejero independiente debería haberse opuesto a éste para explicar las causas en el informe. Lo que no está justificado es la aprobación y firma del proyecto para luego valorar negativamente aspectos materiales en el informe, sino sólo su veracidad, imparcialidad, carácter completo o claridad en la redacción, vid. infra nota 31.

<sup>20</sup> Véase el art. 197.3 de la LSC. Vid. también LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, pp. 447 y 460-462, «la posición de los administradores es bastante delicada, puesto que deben mantenerse en un difícil punto de equilibrio»; SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., pp. 166-167; RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 157; y PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., p. 381, «debe reconocerse que no resulta del todo claro dónde reside el límite a partir del cual (la sociedad) viene obligada a suministrar datos que, aun pudiendo ser de interés para la competencia, resultan imprescindibles para justificar la fusión y el tipo de canje».

<sup>21</sup> Art. 82.4 de la Ley del mercado de valores.

unas y otras clases de consejeros se inclinara al enfoque más propicio para la satisfacción de su particular visión del interés social, y el consejero independiente está llamado a introducir aquí compensaciones a las desviaciones del mismo globalmente considerado. Se trata de aportar algo de objetividad a un documento por definición subjetivo, a pesar de que para este fin ya existe un instrumento específico, como es el informe cualificado técnica y profesionalmente de los expertos independientes<sup>22</sup>.

Por cierto que la ley exceptúa —entre otras cosas— de la necesidad de emitir el informe de los administradores en los casos de fusiones especiales, salvo que se trate de una fusión transfronteriza comunitaria; básicamente, en el caso de una absorción por una sociedad íntegramente participada por la absorbente, y en la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente bajo ciertas condiciones<sup>23</sup>. Todo en orden a simplificar el procedimiento<sup>24</sup>. El carácter de dispensa u opcional de la ausencia del informe<sup>25</sup> implica la posibilidad de emitirlo cuando sea necesario explicar

---

<sup>22</sup> LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 471; GUASCH MARTORELL, *La escisión...*, op. cit., pp. 195-196; y RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Escisión...*, op. cit., p. 143. La exigencia del informe de expertos (independientes) no mitiga el deber de los (consejeros) independientes de introducir en el informe de los administradores, en la medida que sea posible y recomendable, la objetividad que satisfaga el interés informativo de los accionistas. Sobre las carencias del informe de expertos independientes, vid. PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., pp. 383-386.

<sup>23</sup> Arts. 49.1.2.º y 50.1 de la LME, respectivamente, además de otros «supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas» a los que se refiere el art. 52; se trata por cierto de una modificación de los supuestos de fusiones simplificadas, pues antes de la Ley 3/2009 sólo se preveía el régimen simplificado para los casos de absorción de sociedad íntegramente participada por la absorbente, art. 250 LSA. En el caso de la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento, para salvaguardar el interés de los accionistas minoritarios, la excepción es bajo la condición de que en el proyecto de fusión «se ofrezca por la sociedad absorbente a los socios de las sociedades absorbidas la adquisición de sus acciones o participaciones sociales, estimadas en su valor razonable, dentro de un plazo determinado que no podrá ser superior a un mes a contar desde la fecha de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil».

<sup>24</sup> El considerando 10 de la *Directiva 2009/109/CE, de 16 de septiembre, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones*, apunta que «las fusiones entre sociedades matrices y sus filiales tienen efectos económicos reducidos sobre los accionistas y acreedores cuando la sociedad matriz es titular de al menos el 90% de las acciones y otros títulos de la filial que confieren el derecho a voto. (...) Por lo tanto, procede reducir en estos casos las obligaciones de presentación de informes establecidas por las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE». Asimismo, véase el considerando 2, citado por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Informe de los administradores...», op. cit., p. 500, apuntando que «se ha señalado que el Derecho de sociedades es un ámbito en el que se imponen a las sociedades numerosas obligaciones de información, algunas de las cuales parecen obsoletas o excesivas. Por consiguiente, es oportuno revisar estas obligaciones y, en su caso, reducir las cargas administrativas que recaen en las sociedades en la Comunidad al mínimo necesario para proteger los intereses de terceros».

<sup>25</sup> Sobre ese carácter opcional, véase el tenor literal de las normas, que dicen «podrá» o «no serán necesarios», como bien recalca SEQUEIRA MARTÍN, A., «Comentario al Proyecto de Ley sobre

ciertos aspectos<sup>26</sup>, y en este punto los consejeros independientes deben instar la transparencia a través de este medio en esos supuestos y sobre los aspectos que así lo inspiren.

En tercer lugar, prevé la ley el deber de los administradores de comunicar las modificaciones importantes acaecidas en el activo o el pasivo de «su» sociedad tanto a la JG propia como a los administradores de las restantes sociedades participantes para que éstos trasladen esa información a sus respectivas Juntas<sup>27</sup>. El deber del consejero independiente de procurar la mayor transparencia posible de la fusión para con los accionistas de la sociedad a cuyo CdA pertenece exige de él participar en la intercomunicación permanente —por otra parte, imprescindible— que debe existir

---

modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intracomunitarias», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 31, 2008, p. 46; y CORTÉS DOMÍNGUEZ y PÉREZ TROYA, op. cit., p. 499.

<sup>26</sup> En efecto, en ocasiones puede ser conveniente explicar ciertos aspectos de la operación, con mayor probabilidad en los casos de absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente, pues existen accionistas minoritarios. Piénsese en los casos de las fusiones simplificadas con adquisición apalancada, sobre las que parece necesario proveer una amplia información. Una simple lectura de los requisitos añadidos del informe establecidos por el art. 35.1.2.º de la LME para estas fusiones en condiciones no simplificadas sugiere la conveniencia de informar, en los casos de fusiones simplificadas con adquisición apalancada, sobre «las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir». Así lo considera RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en AA.VV., *Modificaciones estructurales...*, cit., pp. 754-755, quien cita la opción italiana del art. 2501 bis del Código Civil de no dispensar la emisión del informe de los administradores en los casos de fusión simplificada con adquisición apalancada. Sobre la supresión matizadamente justificada de la necesidad de informes en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada, vid. PÉREZ TROYA, *La tutela...*, op. cit., pp. 294-297; señalando por entonces —antes del aumento de supuestos de fusiones simplificadas— como «especialmente positiva la necesidad de elaborar informes» en el caso de absorción de sociedad participada al menos al noventa por ciento, particularmente para los accionistas minoritarios de la sociedad absorbida, aunque no tanto para los de la absorbente, pp. 302-303. También antes de la modificación, apuntaba LARGO GIL, *La fusión...*, op. cit., 1992, p. 445, y posteriormente en *La fusión...*, op. cit., 2000, p. 427, que en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada no estaba justificada la posibilidad de prescindir de los informes, pues constituyen junto con el proyecto «los elementos clave del mecanismo de tuición que con carácter preventivo opera en una fusión de sociedades en interés de los socios —en particular, los socios minoritarios— y de los demás afectados por una operación tan radical como es una fusión». Véase sin embargo a JUSTE MENCÍA, «Fusiones especiales», op. cit., valorando positivamente tal dispensa en el caso de absorción de sociedad íntegramente participada, p. 776; y comprendiendo esa falta de información —con especial referencia al informe de expertos— en el supuesto de absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente al ser necesario como requisito preestablecido que la sociedad ofrezca a los socios de la absorbida la adquisición de sus acciones o participaciones sociales estimadas en su valor razonable, pues si bien la norma «favorece los intereses de los mayoritarios», previsiblemente la oferta de salida puede ser beneficiosa también para los minoritarios —que evitan la dilución de su participación, riesgo presente incluso «aunque el canje esté calculado correctamente»—, pp. 794-796, destacadamente nota 45.

<sup>27</sup> Art. 39.3 de la LME.

entre los órganos de administración de las sociedades que se fusionan. Sólo así podrá prevenir o verificar el adecuado cumplimiento de este deber que ahora tratamos; y ello desde una doble perspectiva. De una parte, en cuanto a la efectiva comunicación a los accionistas «propios» de la información relativa a las modificaciones importantes en el patrimonio social, o en el de cualquiera de las sociedades participantes que llegue a conocimiento del CdA. De otra, en lo referido a la efectiva comunicación a los órganos de administración de las demás sociedades de las modificaciones patrimoniales importantes de la sociedad. En ambos casos, evitando el silencio en primer término, y la irrealidad de la información después<sup>28</sup>. La ley declara que las modificaciones patrimoniales que hacen nacer este deber son aquellas consideradas «importantes», entendiéndose por tales las que modifiquen las bases que fueron tenidas en cuenta para la valoración de la sociedad y, por ello, del tipo de canje<sup>29</sup>. De esta manera, el consejero independiente debe valorar ese carácter significativo de una modificación patrimonial sobrevenida para evitar su desatención por parte del CdA, especialmente en los casos en que existan consejeros interesados directa o indirectamente en la fusión y dicha modificación patrimonial sea en su beneficio.

Por último, la ley introduce un deber de pasividad que debe ser respetado por todos los miembros del órgano de administración tras la suscripción del proyecto común de fusión, quienes deben abstenerse «de realizar cualquier clase de acto o de concluir cualquier contrato que pudiera comprometer la aprobación del proyecto o modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones»<sup>30</sup>. Así, el consejero independiente ha de respetar esta exigencia legal, además de controlar el cumplimiento de la misma por el CdA y sus miembros, de nuevo con especial atención a la actitud de los consejeros

---

<sup>28</sup> Tanto en un caso como en otro, el consejero independiente pretende el beneficio de los accionistas de la sociedad donde ejerce su cargo. Está muy claro en aquellos supuestos en que dichos accionistas saldrían beneficiados de una revisión de la relación de canje motivada por la modificación patrimonial acaecida en cualquiera de las sociedades participantes. Más dudas podría despertar en la práctica el caso en el que la modificación patrimonial suponga un cambio en la relación de canje perjudicial para los accionistas a quienes se debe; si bien huelga decir que se trata de un deber legal ineludible en su condición de obligación de contenido específico —en tales circunstancias se debe informar en cualquier caso—, por lo que simplemente se trata de fomentar el cumplimiento de la legalidad.

<sup>29</sup> SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 177.

<sup>30</sup> Art. 30.2 LME. Se consideran incluidos en este deber de pasividad los consejeros no firmantes del proyecto, EMBID IRUJO, J. M., «Artículo 234. Preparación de la fusión», en ARROYO, EMBID y GÓRRIZ (coords.), op. cit., p. 2250.

interesados directa o indirectamente. Podría pensarse, por cierto, que este deber de pasividad es de hecho un obstáculo para la función del consejero independiente que estuviera en contra de la operación, impidiendo su intervención orientada a condicionar la aprobación del proyecto. Mas ha de entenderse que la Ley ampara conductas activas que, además de no vulnerar la pasividad exigida, forman parte de la diligencia que es exigible a los miembros del CdA en general, y a los consejeros independientes en particular, como son los casos referidos del esclarecimiento de la causa de su oposición al proyecto —falta de su firma— en el informe justificativo de los administradores; en ausencia de oposición al proyecto, las manifestaciones oportunas en referencia a la redacción veraz, imparcial y clara del propio informe<sup>31</sup>; la promoción de la transparencia hacia los accionistas respecto de modificaciones significativas en el patrimonio de cualquiera de las sociedades participantes; o la impugnación del acuerdo del Consejo que aprobó el proyecto en caso de que éste adoleciera de vicios de nulidad o anulabilidad.

### III. EL COMITÉ ESPECIAL PARA FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ESTADOS UNIDOS

Históricamente, la función del consejero independiente en Estados Unidos en relación con la adopción de decisiones en el seno del CdA se ha asociado al control de los conflictos de interés evidentes manifestados en miembros del Consejo, en especial en los casos en que el proponente de la decisión remite la adopción de aquella al pleno del órgano con una finalidad de legitimación de las virtudes de aquélla<sup>32</sup>. Así, la práctica societaria, propiciada en buena medida por el consentimiento de la doctrina jurisprudencial, ha considerado al consejero independiente la instancia más adecuada

---

<sup>31</sup> Dificilmente se entiende que el consejero pueda manifestarse en contra de la operación tras haber suscrito el proyecto favorablemente sin que ello suponga una vulneración del deber de abstenerse del art. 30.2 de la LME y por tanto un posible incumplimiento de los deberes inherentes al desempeño del cargo con consecuencias en sede de responsabilidad, como apunta SEQUEIRA MARTÍN, *Fusión...*, op. cit., p. 165; si bien señala el autor que nada impide la exposición en el informe de los pros y los contras de la operación proyectada a pesar de haber suscrito el proyecto favorablemente, p. 166.

<sup>32</sup> LIN, L., «The effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism. Theories and Evidence», en *Northwestern University Law Review*, núm. 90, 1996, p. 901. Así, «el consejero externo desempeña hoy no sólo una función de supervisión, sino que en muchos casos también una de legitimación», COX, J., y HAZEN, Th., *On Corporations*, 2.ª ed., Nueva York, Aspen Publishers, 2003, vol. 1, p. 400.

de control de la integridad del *management*, requiriendo su aprobación en aquellas decisiones que puedan conllevar un conflicto de interés en los directivos, salvando así su condición de *self-dealing transactions*, y cambiando esa calificación por la de decisiones adoptadas en desarrollo de la actividad social. Este cambio en el tipo de decisión tiene destacada importancia, pues supone una modificación del estándar judicial de revisión, de manera que si la decisión fuera impugnada la revisión del Tribunal atenderá a la amplia discrecionalidad permitida por la *business judgment rule*, mientras que en la revisión de las *self-dealing transactions* se aplica el juicio más severo de *fairness* o equidad<sup>33</sup>.

Naturalmente, esta (en la práctica) importante función de los consejeros independientes ha tenido una incidencia muy destacada en la evolución de la doctrina jurisprudencial estadounidense respecto de los diferentes tipos de decisiones del CdA; y ello no sólo en relación a aquellas que presentan un conflicto de interés evidente en alguno de sus miembros, sino también en las decisiones que en principio carecen de ese estatus pero corren el riesgo de ser impugnadas en base a un conflicto de interés<sup>34</sup>. Desde los años 80 del siglo pasado esta aprobación por consejeros independientes se generalizó a aquellas decisiones que pudieran generar un conflicto de interés en sentido lato en el seno del CdA, requiriéndose su intervención para salvar precisamente una

---

<sup>33</sup> Como es sabido, se trata de las «*safe harbor provisions*» previstas en casi todas las leyes estatales —vid. ahora sec. 8.62 de la *Model Business Corporation Act (MBCA)*; sec. 144 de la *Delaware General Corporation Law (DGCL)*; sec. 713 de la *New York Business Corporation Law (NYBCL)*; y sec. 310 del *California Corporations Code (Cal. Corp. Code)*—, y aplicadas incesantemente por las resoluciones judiciales. En efecto, los Tribunales confían en la equidad de la decisión siempre que los consejeros que la aprueban no tengan interés en la misma y se les pueda considerar independientes, de manera que en el caso concreto el análisis recae sobre el desinterés primero, y sobre la independencia después, correspondiendo al demandante la carga de señalar los supuestos en que el consejero pierde su cualidad de independencia o bien la difícil prueba de la ausencia de *fairness* o equidad en la decisión, vid. principalmente el caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 Del. Supr. (1 de marzo de 1984); y otros posteriores significativos al respecto como *Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 Del. Supr. (15 de marzo de 1988); *Levine v. Smith*, 591 A.2d 194 Del. Supr. (9 de abril de 1991); *Cede & Co. and Cinerama, Inc. v. Technicolor*, 634 A.2d 345 Del. Supr. (22 de octubre de 1993); *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927 Del. Supr. (22 de diciembre de 1993); y *Beam v. Steward*, 845 A.2d 1040 Del. Supr., No. 501 (31 de marzo de 2004). Véanse asimismo las dudas manifestadas en su día por CLARK, R., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986, pp. 183-184, acerca de la independencia real de los consejeros en los supuestos de adopción de decisiones de *self-dealing*.

<sup>34</sup> En efecto, uno de los requisitos para acogerse bajo la *business judgment rule* es que la decisión sea adoptada por consejeros desinteresados en la materia, por lo que la estrategia más sencilla para el demandante es alegar conflicto de interés en la adopción de la decisión.

sospecha en torno a la rectitud de decisiones que *stricto sensu* no constituyen supuestos de *self-dealing*, pero podrían conllevar efectos semejantes<sup>35</sup>.

El contexto de las fusiones y adquisiciones no es una excepción; más bien todo lo contrario, al ser uno de los supuestos que ha desarrollado la norma en mayor medida. Así, en la *Deal Decade* se promovió la presencia en el CdA de consejeros independientes del *management* para descargar sobre ellos el estudio y aprobación o rechazo de fusiones u OPAs, o bien en su caso la adopción de medidas anti-OPA por el Consejo frente a ofertas hostiles, pues los Tribunales se mostraron receptivos a la admisión de las decisiones adoptadas por un CdA con mayoría de independientes, evitando así intervenir ellos mismos y convertirse en reguladores económicos<sup>36</sup>. Es ésta una práctica

---

<sup>35</sup> Son los supuestos de conflicto de interés que CLARK, *Corporate Law*, op. cit., pp. 146-147, llamaba «*mixed motives*», y que en esencia están presentes en aquellas decisiones que pudieran implicar un provecho indirecto o colateral al consejero, como las referidas a cambios de control de la sociedad o a la distribución de dividendos. «Cuando una mayoría de consejeros independientes aprueba una decisión, con menor probabilidad los Tribunales aprecian que el Consejo no actuó de buena fe y sobre una investigación razonable», *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, Thomson-West, edición permanente, actualización 2008, Sec. 1035.20. Por su parte, BRANSON, D. M., *Corporate Governance*, Charlottesville (Virginia), Michie Company, 1993, p. 357, dejó claro que la ley establecía como materia preventiva una mayor protección de la *business judgment rule* «si el consejo de administración tiene una clara mayoría independiente, y mejor aún, reúne a los consejeros independientes en una sesión separada».

<sup>36</sup> Vid. la antigua propuesta de LEECH, N., y MUNDHEIM, R., «The Outside Director of the Publicly Held Corporation», en *The Business Lawyer*, núm. 31, 1976, pp. 1820-1821, que defendieron la oportunidad de un comité de consejeros no ejecutivos en los casos en que la sociedad fuera objeto de una OPA, con la función principal de determinar la conveniencia de la adopción de medidas defensivas frente a la oferta, para lo cual el *management* expondría al comité sus razones al respecto, que éste analizaría con la posibilidad incluso de proveerse de asesoramiento interno —fundamentalmente a través del auditor de la sociedad— o externo; posteriormente, SIMPSON, S., «The Emerging Role of the Special Committee. Ensuring Business Judgement Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest», en *The Business Lawyer*, núm. 43, 1988, passim; GORDON, J., «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», en *Stanford Law Review*, núm. 59, 2007, p. 1523 y ss. El caso *Cheff v. Mathes*, 199 A.2d 548 Del. (17 de marzo de 1964) podría considerarse como un antecedente a este papel de los independientes en el contexto de la adopción de medidas defensivas anti-OPA, si bien se refiere todavía sólo a «consejeros desinteresados», exigiéndose adicionalmente la cualidad de independencia más adelante, básicamente a partir de los años 80. Como señaló el caso *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701, Del. Supr. (1 de febrero de 1983), «aunque la perfección no es posible, o esperada, el resultado podría haber sido completamente diferente si UOP hubiera creado un comité de negociación independiente de sus consejeros externos para llegar a un acuerdo con Signal en condiciones de plena competencia» e independencia de las partes. Y más elocuente todavía, en *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, Del. Supr. (9 de mayo de 1985), el Tribunal destacó que esa estructura independiente, «aunque no conclusiva, es una fuerte evidencia de la equidad del tipo de canje de la fusión». Véanse, además, como casos más destacados al respecto en la década de los 80, *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946, Del. Supr. (10 de junio de 1985); *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346, Del. Supr. (19 de noviembre de 1985); y *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de julio de 1989).



que se mantiene en la actualidad<sup>37</sup>. Normalmente, como puede apreciarse en los casos citados, se crea un comité *ad hoc* —«*Special Committee*»— compuesto de consejeros independientes para el estudio de la fusión u oferta, que manifestará su opinión al respecto. En este sentido, es necesario dejar claro que la eficacia de la opinión del Comité Especial es relativa. En términos generales, no son delegables las decisiones sobre materias que el CdA deba remitir a la aprobación de la JG<sup>38</sup>, siendo la fusión una de estas materias: el CdA remite en propuesta el plan de fusión aprobado en su seno para que la JG adopte la decisión definitiva<sup>39</sup>. La excepción se da en los supuestos de las *short-form mergers* —absorción de una sociedad o varias en las que la absorbente participa de forma muy relevante en su capital, típicamente con al menos el 90 por 100—, pues en estos casos no se requiere la aprobación por la JG de ninguna de las sociedades involucradas, permaneciendo la decisión final en el CdA<sup>40</sup>. En cualquier caso, la competencia del Comité se limita a remitir su opinión al Consejo para que éste actúe como crea conveniente<sup>41</sup>. De esta manera, está en manos del CdA otorgar mayor o menor valor a esa recomendación del Comité Especial, y decidir si aceptarla en todo o en parte para reenviarla a la JG —en el caso habitual— o adoptarla como propia en su decisión definitiva —en los casos excepcionales—<sup>42</sup>. No obstante, la importancia del

---

<sup>37</sup> Así, después de la década de los 80, los Tribunales han seguido manteniendo la misma postura, con un análisis centrado primero en la independencia de fondo de los consejeros que participan en la adopción de la decisión, y segundo en el procedimiento empleado para alcanzarla —básicamente la información adquirida—; véanse al respecto, entre otros, los casos *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997); *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277, Del. Supr. (18 de junio de 2003); *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005); *In re Freeport-McMoran Sulphur, Inc. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 16729 (30 de junio de 2005); *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006); *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010).

<sup>38</sup> *MBCA*, sec. 8.25(e)(2); *DGCL*, sec. 141(c)(2); *NYBCL*, sec. 712(a)(1); *Cal. Corp. Code*, sec. 311(a).

<sup>39</sup> *MBCA*, sec. 11.04(a) y (b); *DGCL*, sec. 251(b) y (c); *NYBCL*, sec. 903; *Cal. Corp. Code*, sec. 1103, en relación con las sec. 1200(a) y 1201.

<sup>40</sup> Vid. la sec. 11.05 de la *MBCA*; sec. 253 de la *DGCL*; sec. 905 de la *NYBCL*; y sec. 1110 del *Cal. Corp. Code*.

<sup>41</sup> Se aprecia la destacada intervención del *board* en la decisión, pues de hecho puede rechazar la transacción antes de remitirla a la JG en los casos en que ésta deba autorizarla, vid. BAINBRIDGE, S., *Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002, pp. 649-650, defendiendo su postura a favor de la *director primacy*.

<sup>42</sup> Como veremos, y en relación con los poderes de negociación otorgados al Comité Especial, cuanto mayor sea la eficacia concedida a la decisión del Comité menos incisiva será la revisión por el Tribunal, vid. infra nota 53. Así, en *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «el acuerdo del Consejo de crear el Comité Especial estableció específicamente que el Consejo de Cox no autorizaría o recomendaría ninguna transacción con la Familia a menos que la

concurso del Comité depende en buena medida del tipo de operación de que se trate, alcanzando su opinión más relevancia en unas operaciones que en otras, como veremos a continuación.

Comenzaremos por las operaciones donde este Comité Especial ha alcanzado un mayor grado de desarrollo. En efecto, la utilización del Comité Especial de consejeros independientes ha alcanzado progresivamente una importancia decisiva para los Tribunales en los supuestos en que la operación se produce con un accionista de control que pretende la adquisición del paquete accionario restante (*going private transactions*) —situaciones normalmente acompañadas por conflictos de interés en uno o varios consejeros—, siendo hoy en día casi necesaria para la aptitud de una decisión (litigiosa) revisada por aquéllos. En estos casos los Tribunales del Estado de Delaware han considerado tradicionalmente que no se aplica la *business judgment rule*, sino el estándar de *fairness*, pero se revierte la carga de la prueba sobre el demandante<sup>43</sup>. Ahora bien, la evolución de la jurisprudencia reciente del estado de Delaware en los supuestos de *going private transactions* propuestas por accionistas de control ha llevado la revisión de estas decisiones un paso más allá: en los casos en que, además de la participación del Comité Especial formado por consejeros independientes, la decisión sea aprobada por la mayoría de los accionistas minoritarios, se someterá al estándar de revisión de la *business judgment rule*<sup>44</sup>. De esta forma, la revisión de las *going private*

---

transacción fuera recomendada al pleno del Consejo por el Comité Especial». En sentido contrario, en *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), el Comité expuso al CdA la conveniencia en términos económicos del precio ofrecido y anunció su decisión de recomendar su aceptación a los accionistas, pero el pleno del Consejo decidió no trasladar dicha recomendación.

<sup>43</sup> En condiciones normales, la carga de la prueba de lo alegado recae sobre la parte demandante. Pero las decisiones en conflicto de interés se presume que no fueron adoptadas en interés de la sociedad, por lo que se invierte la carga de la prueba sobre el CdA demandado. En las *going private transactions* propuestas por accionistas de control, la intervención de un Comité formado por consejeros independientes en principio no determina la aplicación de la *business judgment rule* —al contrario de lo que sucede generalmente con las *self-dealing transactions*—, pero la carga de la prueba de ausencia de *fairness* recae sobre el demandante, pues se presume que fueron adoptadas en interés de la sociedad. Sobre este cambio de la carga de la prueba véanse los casos *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701, Del. Supr. (1 de febrero de 1983); *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, Del. Supr. (9 de mayo de 1985); *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994); *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215, Del. Supr. (16 de marzo de 1999).

<sup>44</sup> Así, ya el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), el *Court of Chancery* planteó la posible aplicación de la *business judgment rule* en las absorciones por un accionista de control cuando mediara la intervención de un Comité Especial de consejeros independientes. La duda la resolvió años más tarde el Tribunal Supremo de Delaware en el caso *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994), señalando

*transactions* propuestas por accionistas de control se escalona de la siguiente manera, en atención a la presencia o ausencia de estas dos condiciones —participación del Comité Especial y aprobación por los accionistas minoritarios—: si no se presenta ninguna de ellas, recae sobre el accionista de control o el CdA demandados la prueba de la equidad o *fairness* de la transacción; si sólo se presenta una condición, se mantiene el estándar de revisión —*fairness*— pero la carga de la prueba recae sobre el demandante; y si concurren las dos condiciones, se aplica el estándar de la *business judgment rule*<sup>45</sup>.

---

que, con independencia de los procedimientos de protección que se empleen, una fusión con un accionista de control estará sujeta siempre al estándar de *fairness*, aunque se invierta la carga de la prueba si concurre la aprobación por un Comité de consejeros independientes o bien por la mayoría de los accionistas minoritarios; en igual sentido, *Emerald Partners v. Berlin*, 726 A.2d 1215, Del. Supr. (16 de marzo de 1999). Con el caso *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litig.*, 808 A.2d 421, Del. Ch. (2002), se aceptó la aplicación de la *business judgment rule* a las mencionadas adquisiciones siempre que fueran aprobadas por la mayoría de los accionistas minoritarios con unas condiciones concretas, básicamente garantizando la autonomía e información en la adopción de la decisión. Tres años más tarde, en el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), el *Court of Chancery* volvía a plantear la posible aplicación de la *business judgment rule*, esta vez añadiendo a la participación del Comité Especial la aprobación por la mayoría de los accionistas minoritarios; es decir, si concurrían conjuntamente las dos condiciones que según *Kahn v. Lynch* invertían la carga de la prueba de *fairness* cuando se presentaban aisladamente. Esta doctrina que requiere ambas condiciones para aplicar la *business judgment rule* ha sido recientemente confirmada por el Tribunal Supremo de este estado en el caso *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010). En esta doctrina ha influido destacadamente la opinión de SUBRAMANIAN, G., «Fixing Freezeouts», en *Yale Law Journal*, núm. 115, 2004, que en las pp. 48 y ss., especialmente pp. 60-61, propuso esta reforma, y que además participó como asesor en el citado caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*. Véase también el análisis exhaustivo de STEVELMAN, F., «Going Private at the Intersection of the Market and the Law», en *The Business Lawyer*, núm. 62, 2007, *passim*.

<sup>45</sup> NATHAN, Ch. M., «Practical Implications of *CNX Gas* on Controlling Shareholder Acquisitions», en *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 13 de julio de 2010, disponible en <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>> (con acceso el 23-10-2010). Expone el autor la relevancia práctica de las distintas opciones de revisión de la decisión, sobre todo atendiendo a la diferente predisposición y tendencia del Tribunal, las cargas procesales que recaen sobre cada parte, y los consecuentes costes económicos, todo en relación con los incentivos para litigar. La ventaja de la aplicación de la *business judgment rule* consiste en que el Tribunal desestimaré la demanda a menos que los demandantes aleguen hechos particulares que evidencien la ausencia de independencia del Comité Especial, el incumplimiento de sus deberes o la ineficacia en el desempeño de su función, o bien que la aprobación por los accionistas minoritarios fue contaminada por desinformación o cualquier tipo de coacción, *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005). En el caso de que deba aplicarse el estándar de *fairness*, el Tribunal normalmente admitirá la demanda, y se deberá demostrar los méritos de la transacción, tanto en términos de *fair dealing* —procedimiento empleado para alcanzar la decisión— como de *fair price* —precio final obtenido en relación con todos los factores económicos y financieros relevantes tenidos en cuenta en la valoración—, *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983); *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997); y CHAPMAN, J. A., y JAMES, B. W., «The use of Special Committees in Merger and Acquisitions», en *Texas Journal of Business Law*, núm. 42:3, 2008, pp. 321-324.

A pesar de que el funcionamiento del Comité Especial a lo largo de las diferentes fases de la operación no sigue un modelo establecido sino que depende del caso concreto<sup>46</sup>, la doctrina jurisprudencial ha instaurado unas pautas que sirven como estándares al respecto, pues fuera de ellas los Tribunales descartan la validez del Comité como instancia independiente de control de la decisión, y por tanto no concurre el requisito bien para aplicar la *business judgment rule*, bien para invertir la carga de la prueba de la equidad o *fairness* de la decisión, que permanecería en el CdA<sup>47</sup>. Básicamente, el procedimiento a seguir debe mostrar que el Comité funciona de manera que la parte interesada no influye en los términos de la transacción y que el Comité es capaz de ejercer un poder real de negociación autónoma, simulando la negociación con una parte no interesada, como medio para proteger los intereses del accionariado minoritario<sup>48</sup>. Así, y atendiendo a esas pautas, en los primeros pasos de la operación el CdA crea el Comité Especial formado en su totalidad por consejeros independientes<sup>49</sup>, preferiblemente compuesto por dos o más miembros<sup>50</sup>; lo ideal es que en la decisión relativa a la creación del Comité no participen los eventuales consejeros interesados en

---

<sup>46</sup> «No hay un único modelo que el consejo deba seguir para cumplir con sus deberes», según *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, Del. Supr. (18 de diciembre de 1989); y *Lyondell Chemical v. Ryan*, 970 A.2d 235, Del. Supr. (25 de marzo de 2009).

<sup>47</sup> El caso *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), expuso varias de estas pautas.

<sup>48</sup> Véase *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997).

<sup>49</sup> Destacadamente, véase el caso *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), que apuntó que «la independencia es el *sine qua non* del proceso de negociación completo». A modo de ejemplo, en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), el Tribunal negó la independencia de los tres miembros del Comité por sus vínculos pasados en diferente medida con la parte interesada, rechazando la inversión de la carga de la prueba de *fairness*. Como apuntamos al inicio de este artículo, no trataremos la cuestión de la independencia de los miembros del Comité; baste ahora decir que, según el caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 Del. Supr. (1 de marzo de 1984), «la independencia significa que la decisión del consejero está basada en las ventajas corporativas de la materia a que se enfrenta el Consejo antes que en otro tipo de consideraciones o influencias externas»; atendiendo a lo dispuesto en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), «es una cuestión de hecho que gira no sólo en torno a la formalidad sino también en torno a la realidad de los intereses e incentivos que afectan a los consejeros independientes»; y según *Krasner v. Moffett*, 826 A.2d 277, Del. Supr. (18 de junio de 2003), «implica un intensivo examen del supuesto que varía de un caso a otro»; para un análisis reciente del concepto de independencia en Delaware, véase el caso *Robotti & Co. LLC v. Liddell*, No. 3128-VCN, Del. Ch. (14 de enero de 2010), que apunta que «determinar si un consejero es o no independiente implica un análisis contextual».

<sup>50</sup> En relación a la composición cuantitativa del Comité, señaló el *Court of Chancery* en *Gesoff v. IIC Industries*, 902 A.2d 1130, Del. Ch. (18 de mayo de 2006), que «el Tribunal necesariamente confía más en un comité con varios miembros que si un único miembro trabaja libre de la supervisión de al menos un colega», pues éste estará bajo sospecha y sus acciones se revisarán con mayor ahínco. Además, es preferible que esté compuesto por más de dos miembros para evitar otorgar poder de veto a uno solo de ellos, CHAPMAN y JAMES, op. cit., p. 330.

la transacción, para evitar la existencia de vínculos que *a posteriori* se estimen determinantes de la falta de independencia de sus miembros<sup>51</sup>. En la decisión sobre su formación el CdA debe otorgarle un cometido determinado, y expresar con claridad los poderes que se le conceden en relación a la operación<sup>52</sup>. En este sentido, cuanto más poder se conceda en la negociación de la misma, mayor credibilidad tendrá su decisión para un Tribunal, pues se entiende adoptada con una mayor autonomía respecto de la parte interesada<sup>53</sup>. Por ello se suelen atribuir al Comité amplios poderes de negociación, de manera que ejercidos activamente se pueda lograr un acuerdo justo para la sociedad, y en particular en estos casos para los accionistas minoritarios<sup>54</sup>. Dentro de las facultades del Comité se debería incluir la autoridad para contratar los servicios de

---

<sup>51</sup> Vid. *Mills Acquisition v. Macmillan*, 559 A.2d 1261, Del. Supr. (2 de noviembre de 1988), donde los miembros del Comité fueron personal e individualmente seleccionados («hand-picked») por el CEO, interesado financieramente en la operación; al igual que en *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, C.A. No. 9991, Del. Ch. (8 de agosto de 1988). Por el contrario, en *In re RJR Nabisco, Inc. Shareholders Litigation*, 1989 WL 7036, Del. Ch. (31 de enero de 1989), el Tribunal vio acertado que se apartara al CEO interesado de la selección de los miembros del Comité.

<sup>52</sup> La ausencia de un mandato claro determinó la ineficacia absoluta del Comité Especial en el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), como veremos a continuación, infra notas 54 y 56.

<sup>53</sup> En *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, Del. Supr. (5 de abril de 1994), el Tribunal consideró imprescindible que el Comité Especial tuviera un poder real de negociación para poder ejercitar con el accionista mayoritario bajo el principio de autonomía en la negociación y plena competencia del mercado, en orden a simular apropiadamente una negociación con un tercero; entendió además que el deber de los miembros del Comité Especial es «aprobar sólo la transacción que sea en beneficio de los accionistas minoritarios, decir no a cualquier transacción que no sea justa para esos accionistas y no sea la mejor transacción disponible». Por su parte, el caso *Gesoff v. IIC Industries* señaló que el Comité debería tener un mandato claro, «fijando sus poderes y responsabilidades en la negociación de la transacción interesada. Evidentemente, este mandato debería incluir el poder de evaluar completamente la transacción concreta, e, idealmente, incluir lo que este Tribunal ha llamado el «poder esencial» de decir «no» a la transacción». Vid. también *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*, 2010 WL 2291842, Del. Ch. (25 de mayo de 2010), señalando que se debería conceder al Comité «una autoridad comparable a la que un Consejo poseería en una transacción con una tercera parte». Por su parte, en *Mills Acquisition v. Macmillan*, 559 A.2d 1261, Del. Supr. (2 de noviembre de 1988), se evidencia cómo el Comité no recibió ninguna autoridad para negociar en relación a la reestructuración propuesta por el *management*, pues el CEO lo designó «para “negociar” ese asunto con el Consejo» (sic), razón por la cual —entre otras cosas— se descartó su independencia de criterio. Sobre el alcance y eficacia del poder de negociación del Comité, vid. *supra* notas 38-42.

<sup>54</sup> El caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), evidenció que una negociación pasiva por el Comité Especial induce al Tribunal a considerar su ineficacia como instancia de control, y determina el incumplimiento del requisito necesario para invertir la carga de la prueba de *fairness*, o en su caso la aplicación de la *business judgment rule*. En términos generales, la diligencia de los miembros del Comité se evalúa de manera similar a la de los miembros del CdA en otras materias: en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), de los tres miembros del Comité sólo uno asistió a todas las reuniones, mientras que los otros dos se ausentaron en varias ocasiones por estar ocupados de sus propios negocios; entre otras cosas —como por ejemplo que el miembro más activo era quien más sospechas generaba sobre su independencia—, esto fue determinante para que el Tribunal declarara la invalidez de la actividad del Comité.

asesoría externa e independiente adecuados para la mejor comprensión de la operación por sus miembros, dado que no se espera de ellos que sean expertos al respecto y puedan realizar con solvencia un análisis completo de la fusión o adquisición<sup>55</sup>. Lógicamente, el Comité debe analizar las posibles alternativas a la operación, pues una actitud pasiva de confianza ciega en la opinión de los asesores contratados es inaceptable<sup>56</sup>.

En segundo lugar, es igualmente habitual la creación del Comité Especial en los casos en que se presente un conflicto de interés evidente e importante en los miembros del CdA, si bien se trata simplemente del perfeccionamiento de una «*safe harbor*» para validar un supuesto de *self-dealing*, herramienta habitual al ser prevista por la gran mayoría de las leyes estatales; su importancia radica en que normalmente se aplica la *business judgment rule* en lugar del estándar de *fairness*, como ya hemos apuntado<sup>57</sup>. Ante el conflicto de algunos consejeros —que puede presentarse de forma variada<sup>58</sup>—,

---

<sup>55</sup> Según el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «decisivo para la efectividad del proceso del comité especial ha sido la selección de expertos asesores financieros y legales, que pueden ayudar al comité especial a superar su carencia de pericia en la gestión». Por su parte, en *Gesoff v. IIC Industries* el Tribunal señaló que «los miembros del comité especial deberían tener acceso a asesores reconocidos e independientes, incluyendo asesores legales y financieros», citando casos en los que la ausencia de tal apoyo supuso consecuencias adversas. En opinión de ALLEN, W., «Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact or Fantasy?», en *The Business Lawyer*, núm 45, 1990, pp. 2061-2063, los abogados y los bancos de inversión son en muchos casos la clave para la efectividad del Comité Especial. Por cierto que dentro de la condición de independencia necesaria para los asesores externos se encuentra la conveniencia de que las partes interesadas no participen en la selección de los mismos, *In re Fort Howard Corp. Shareholders Litigation*, C.A. No. 9991, Del. Ch. (8 de agosto de 1988).

<sup>56</sup> Como mínimo el Comité debe considerar como alternativa la opción de rechazar la oferta, CHAPMAN y JAMES, op. cit., pp. 332-333. El Tribunal Supremo de Delaware declaró en *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, Del. Supr. (10 de junio de 1997), que «la selección de asesores profesionales para el Comité Especial no aporta comodidad; genera preguntas». En el caso *In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation*, 1988 WL 111271, Del. Ch. (21 de octubre de 1988), el Tribunal reprobó la confianza total y pasiva del Comité en la información del asesor financiero; de hecho, esta confianza ciega se debía a que el Comité no había sido informado de su papel, y pensaba que su único deber era recibir una propuesta de precio justo por el asesor financiero. Vid. también la actitud positiva del Comité en *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, Del. Supr. (18 de diciembre de 1989), donde rechazó el precio propuesto aunque el banco de inversión que le asesoraba lo había calificado como alto, cerrándose finalmente la transacción en un precio mayor.

<sup>57</sup> Vid. *supra* nota 33. De hecho, las cláusulas de *safe harbor* promueven la aprobación de las operaciones en conflicto de interés por un Consejo con mayoría de consejeros independientes, o bien por un Comité formado por ellos.

<sup>58</sup> Así, si la mayoría de los consejeros tienen un interés contrario al de la sociedad —destacadamente cuando están en ambos lados de la transacción, como en los casos de *management buyouts*—; o bien si un inversor o grupo de inversores con interés en la operación controla o domina el CdA; o si una mayoría de los consejeros reciben beneficios importantes, especiales o personales, derivados de la transacción; véase CHAPMAN y JAMES, op. cit., pp. 324 y ss.

se crea el Comité Especial para lidiar con la fusión, y la revisión sobre la validez de su funcionamiento atiende de forma similar a los elementos señalados en relación a las adquisiciones propuestas por accionistas de control<sup>59</sup>.

Si bien como decimos el uso del Comité Especial de consejeros independientes para negociar una fusión o adquisición se ha convertido en una herramienta habitual en los casos en que existe una parte interesada en la transacción, y casi necesaria particularmente en los casos en que el proponente de la operación es un accionista de control que pretende adquirir la participación que no posee, lo cierto es que este Comité Especial se ha aplicado incluso en casos sin conflicto de interés relevante, que en términos generales se someterían sin problema a la *business judgment rule*<sup>60</sup>. Es una manera de implementar la diligencia en la decisión concreta, y consecuentemente los

---

<sup>59</sup> Por ejemplo, en el caso *Kohls v. Duthie*, 765 A.2d 1274, Del. Ch. (11 de diciembre de 2000), en un caso de *management buyout*, el Tribunal declaró la aplicación de la *business judgment rule* como consecuencia, por una parte, de los amplios poderes de negociación y aceptación o rechazo concedidos por el CdA al Comité Especial de independientes —sus facultades incluían el poder de «decir no» a la transacción, así como plenos poderes para contratar asesores legales y financieros, y acceso completo a la información de la sociedad y a su personal; además, «el consejo no recomendará o aprobará ninguna transacción no recomendada primero por el Comité Especial»—, y por otra de la amplia diligencia empleada por aquél para alcanzar su opinión —contratación de asesoría solvente, reuniones con alta regularidad, negociaciones intensas, etc.—. En *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727, Del. Ch. (21 de diciembre de 2005), al igual que en el caso citado anteriormente, el CdA estableció que no recomendaría a los accionistas ninguna transacción no recomendada a su vez por el Comité Especial de independientes; si bien el Tribunal entendió que no se atribuyó al Comité un mandato claro, y además sus miembros —al igual que el resto de consejeros— carecían de independencia para la adopción de la decisión por su destacada propiedad de acciones, así como por la alta retribución que recibieron por sus servicios en el propio Comité —un millón de dólares—. Véase también *In re Freeport-McMoran Sulphur, Inc. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 16729 (30 de junio de 2005), donde se crearon sendos Comités Especiales para una fusión de dos sociedades, dada la presencia destacada de consejerías cruzadas entre ellas y la posesión de acciones de ambas sociedades en diversa proporción por los consejeros cruzados —lo que cuestionaba la credibilidad del tipo de canje, beneficioso para éstos—; los accionistas demandantes de una de las sociedades demostraron la falta de independencia del Comité Especial y la consecuente no aplicación de la *business judgment rule*. Por su parte, en *McPadden v. Sidhu*, Del. Ch., No. 3310 (29 de agosto de 2008), la ausencia total de negociación, e incluso la falta de revisión de la propuesta, determinó la negligencia del Comité Especial creado para revisar una *management buyout*, de manera que su participación fue inoperante.

<sup>60</sup> En efecto, en términos generales, la decisión del consejo de administración de expandir el negocio de la sociedad a través de una fusión con una segunda sociedad se beneficia de la protección de la *business judgment rule*, *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de julio de 1989). Y sin embargo, por ejemplo, en *Omnicare v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914, Del. Supr. (2003), el CdA creó un *Special Committee* de consejeros independientes incluso a pesar de que el proponente no era un accionista de control, y sin que hubiera consejeros interesados en la operación; el contexto era una sociedad con graves problemas financieros que afrontaba una posible fusión con un competidor o su adquisición por otro. Dicho Comité tenía autoridad para negociar las posibles transacciones con la sociedad, si bien el CdA mantenía intacta su competencia de aprobar la transacción para remitirla a los accionistas.

Tribunales han incentivado (siquiera indirectamente) su uso al entender que refuerza la presunción de razonabilidad inherente a este estándar de revisión, mostrándose más propensos a entender que concurren las condiciones de aplicación de la *business judgment rule*<sup>61</sup>. Al igual que sucede en los casos en que se presenta conflicto de interés en los consejeros, el análisis sobre las pautas de funcionamiento del Comité brevemente descritas en referencia a los casos en que el proponente es un accionista de control interesa ahora a los Tribunales para determinar esa optimización de la diligencia que facilita la aplicación de la *business judgment rule*<sup>62</sup>.

Por supuesto, el trabajo que conlleva la pertenencia al Comité Especial es retribuido adecuadamente, siempre procurando no comprometer la independencia de sus miembros<sup>63</sup>. Y, en relación con ello, con preferencia por la retribución fija o la retribución por reunión frente a la retribución por consecución de un objetivo.

---

<sup>61</sup> El propio caso *Omnicare v. NCS Healthcare*, citado en la nota anterior, apunta que la justificación respecto a la buena fe y la investigación razonable en la decisión sobre la operación se ve mejorada si ésta es adoptada por un CdA con mayoría de consejeros independientes o un Comité formado por ellos, desarrollando la doctrina sentada en casos como *Unocal v. Mesa Petroleum*, 493 A.2d 946, Del. Supr. (10 de junio de 1985); *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346, Del. Supr. (19 de noviembre de 1985); *Paramount Communications v. Time*, 571 A.2d 1140, Del. Supr. (24 de julio de 1989); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, 651 A.2d 1361, Del. Supr. (11 de enero de 1995); si bien estos casos se referían sólo a un CdA con mayoría de consejeros independientes, sin la formación de un Comité Especial de ellos. Véase además el caso *In re Lear Corp. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 2728-VCS (2 de septiembre de 2008), donde el CdA creó un *Special Committee* incluso a pesar de haber sólo un miembro del Consejo interesado en la adquisición por sus vínculos con la sociedad proponente —accionista que pretendía una *going-private transaction* siendo minoritario—, mientras que el 80 por 100 de los consejeros restantes cumplían los requisitos de independencia de la NYSE; de hecho, los demandantes no cuestionaron la independencia de los mismos, sino la buena fe del Consejo en su decisión sobre el precio final.

<sup>62</sup> No en vano, como hemos dejado apuntado, en la revisión de las *going private transactions* realizadas con un accionista de control los Tribunales controlan que éstas hayan sido realizadas simulando que la operación se realiza con un tercero, vid. supra notas 48 y 53. En *In re Lear Corp. Shareholder Litigation*, Del. Ch., No. 2728-VCS (2 de septiembre de 2008), el Tribunal consideró que el Comité empleó una diligencia holgada, al contratar a reconocidas empresas de asesoramiento legal y financiero, tener reuniones frecuentes para discutir los términos de la operación, y contactar con 41 posibles adquirentes alternativos durante 45 días sin obtener oferta de ninguno. En el caso *Omnicare v. NCS Healthcare*, 818 A.2d 914, Del. Supr. (2003), el CdA otorgó al Comité Especial poderes para negociar posibles transacciones, si bien el Consejo en pleno mantenía la competencia sobre la postura final a presentar a los accionistas; así, el Tribunal consideró que el CdA actuó con diligencia al abandonar la recomendación del Comité para obtener una oferta mejor —apreciándose claramente el mayor grado de desvinculación del Consejo respecto a la recomendación del Comité en estos casos frente a aquellos en que se presenta un conflicto de interés—.

<sup>63</sup> La retribución la aprueba el CdA, CHAPMAN y JAMES, op. cit., p. 334. En el caso *In re Tele-Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 2005 WL 3642727, Del. Ch. (21 de diciembre de 2005), una retribución de un millón de dólares para cada miembro del comité se consideró condicionante de la independencia de sus miembros.



#### IV. CONCLUSIONES

La exigencia a varios consejeros no ejecutivos de unos requisitos de desvinculación tiene por finalidad el mejor desempeño de una función de supervisión sobre la gestión que se ha mantenido tradicionalmente dormida. El ejercicio de tal función, sin embargo, no se promueve sólo con esa desvinculación, sino que deben arbitrarse instrumentos para su ejercicio independiente.

La eficacia de la función de supervisión encuentra, además de una relación indirecta con los incentivos que tenga el supervisor para realizar bien su trabajo, una relación directa con el modo de ejercicio de esta. Lo cierto es que resulta cuanto menos delicado para un consejero independiente actuando de forma individual manifestar una oposición frontal a la propuesta de otro u otros miembros del Consejo, o siquiera contradecirla sugiriendo simples modificaciones a aquella, dado que esas objeciones podrían llegar a entenderse como un ataque personal en lugar de como una conducta objetiva creativa en el desempeño diligente de su función, condicionándose así el ejercicio de la supervisión con independencia<sup>64</sup>; esto es, siendo formalmente independiente —por cumplir con los requisitos de acceso al cargo—, puede no serlo funcionalmente —por existir condicionantes para el desempeño de su función—<sup>65</sup>. De esta manera, el papel actual del consejero independiente podría resultar en la práctica equivalente al de los consejeros no ejecutivos en el sistema monista gerencial tradicional, caracterizado por la pasividad en el ejercicio del deber de vigilancia sobre la gestión delegada<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> Sobre la «discrepancia como conducta diligente» habla SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, «Los consejeros independientes...», op. cit., 2008, pp. 52 y ss. La Recomendación CE dice que «la presencia de representantes independientes en el consejo, con capacidad de impugnar las decisiones de la dirección, se considera en general como una forma de proteger los intereses de los accionistas y otras partes interesadas».

<sup>65</sup> No procede detenerse en este lugar en los condicionantes de la independencia funcional una vez superados aquellos regulados por los requisitos de independencia. A modo de ejemplo, piénsese en las relaciones generadas como consecuencia de la pertenencia al mismo colegio y el grado de compañerismo e incluso amistad existente entre sus miembros como condicionantes difícilmente eludibles de la independencia funcional, en relación con ese entendimiento de la oposición o crítica como un ataque personal.

<sup>66</sup> En el contexto estadounidense, son numerosos los casos clásicos que han reprobado la actitud pasiva de los consejeros —*dummy* o *figurehead directors*—, *Williams v. McKay*, 46 N.J. Eq. 25, 18 A. 824 (12 de diciembre de 1889); *Campbell v. Watson*, 62 N.J. Eq. 396, 50 A. 120 (8 de octubre de 1901); *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614 S.D.N.Y. (7 de marzo 1924); *Atherton v. Anderson*, 99 F.2d 883 6th Circ. (16 de

En este sentido, y pensando en la fácil solución opuesta a esta complicada y dudosa supervisión individual, hay que destacar las mayores posibilidades de éxito de un ejercicio conjunto y coordinado de la supervisión por los consejeros independientes, para lo que es necesario instituir instrumentos que faciliten esa actuación coordinada<sup>67</sup>. Al igual que las comisiones auxiliares permanentes del CdA ya desempeñan un importante papel al respecto, el uso de comités *ad hoc* para la supervisión de una cuestión específica es una herramienta muy útil para este fin<sup>68</sup>. Es decir, del mismo modo que se introduce la presencia permanente de ciertas comisiones auxiliares con competencias preparatorias respecto de asuntos que implican un especial peligro de aparición de conflicto de interés —Auditoría, Nombramiento y Retribuciones—

---

noviembre de 1938); *Golden Rod Mining Co. v. Bukvich*, 108 Mont. 569, 92 P.2d 316 (19 de junio de 1939); *Patt Corp. v. Patt*, 42 Misc. 2d 640, 249 N.Y.S. 2d 1 (13 de abril de 1964); *Harman v. Willbern*, 374 F. Supp. 1149 (4 de abril de 1974); *Francis v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814 N.J. Supr. (1 de julio de 1981). Entre la doctrina, vid. a MACE, M., «The Changing Role of Directors in the 1970s», en *The Business Lawyer*, vol. 31, núm. 2, 1976, p. 1207 y 1208; EISENBERG, M., «Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants», en *California Law Review*, núm. 63, 1975, pp. 376 y ss., y sus conclusiones, pp. 438-439; también SOLOMON, L., «Restructuring the Corporate Board of Directors: Fond Hope-Faint Promise?», en *Michigan Law Review*, núm. 76, 1978, pp. 583 y ss.; para una visión completa de esta perspectiva acerca de la pasividad del *board* estadounidense hasta los años setenta, vid. MACE, M., *Directors. Myth and Reality*, Boston, 1971. En la doctrina tradicional española, sobre la vigilancia activa de los consejeros sin facultades delegadas, vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, Montecorvo, 1971, pp. 43-44, y 396-399; IGLESIAS PRADA, J. L., *Administración y delegación de facultades en la sociedad anónima*, Madrid, Tecnos, 1971, p. 355 y 358-362; y QUIJANO GONZÁLEZ, J., *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima (Aspectos sustantivos)*, Valladolid, Publicaciones Universidad de Valladolid, 1985, pp. 277-279. Más recientemente, refiriéndose a los «consejeros durmientes», FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., «Consejeros independientes y Comisiones Auxiliares del Consejo de Administración», en *Manuales de la Reforma Mercantil en España*, III, *El Gobierno de las sociedades*, Madrid, 1999, p. 262; también SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, marzo de 2006, pp. 91-95. El Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración de España viene reportando desde 2005 una actitud pasiva de aproximadamente el 20 por 100 de los consejeros independientes de la muestra, vid. la edición correspondiente al ejercicio 2009, pp. 21-22.

<sup>67</sup> Cuanto menos, se estima conveniente que los consejeros independientes mantengan reuniones periódicas sin la presencia potencialmente inhibitoria del resto de consejeros en las que deliberen acerca de la marcha de la gestión y de la supervisión de la sociedad, con la finalidad de constituir un grupo de presión efectivo intraConsejo, facilitando así un intercambio de información entre ellos que ha de estimarse muy positivo de cara a las sesiones del pleno del CdA, y, en último término, con vistas a la sesión anual de evaluación de la actividad de aquel. Estas «*executive sessions*» son una práctica habitual en Estados Unidos desde los años 90, GORDON, «The Rise of Independent Directors...», op. cit., pp. 1494-1495; hoy prevén su necesidad el *Listed Company Manual* de la NYSE —sec. 303A.03— y las *NASDAQ Stock Market Rules* —regla 5605(b)(2)—. También el Código de Autodisciplina italiano ha recomendado que este tipo de reuniones se realicen al menos una vez al año —3.C.6—.

<sup>68</sup> Véase al respecto el *Corporate Director's Guidebook* de la ABA, ed. 2007, Sec. 5, diferenciando entre los *Standing Committees* —típicamente los Comités de Auditoría, Nombramientos y Retribuciones— y los *Special Committees*.

compuestas en proporción importante o en exclusiva por consejeros independientes, no sería incoherente que respecto de otras situaciones concretas surgiera una «necesidad» similar. A través de un Comité se diversifica la oposición, discrepancia o propuesta que se realice, al no recaer sobre un consejero de manera individual, de manera que adquiere mayor objetividad a los ojos de los demás miembros del Consejo, así como de los accionistas y demás interesados. La generalización de este tipo de comisiones *ad hoc* para participar en determinadas materias, al contrario de lo que pudiera parecer, no evidenciaría desunión del Consejo, sino debate y deliberación abierta, que en último término equivale a diligencia en la adopción de las decisiones más relevantes. Todo sin romper el principio de unidad del órgano de administración y del proceso de gestión en sentido lato de la sociedad<sup>69</sup>, sino integrando en términos generales en sus fases de ratificación y control una estructura organizativa que se acomode adecuadamente a los objetivos que se pretenden alcanzar en ellas; y sólo en situaciones extraordinarias que así lo precisen, llevar esa estructura a las fases de programación y ejecución. La experiencia estadounidense al respecto es reveladora<sup>70</sup>. Si bien es cierto que en Estados Unidos los Comités Especiales de consejeros independientes se han desarrollado principalmente como medida para eludir revisiones más incisivas de una decisión concreta en litigio por parte del Tribunal —como *safe harbors* y sus derivados frente a situaciones en conflicto de interés relevante—<sup>71</sup>, no lo

---

<sup>69</sup> Según PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, vol. II, p. 1810, el proceso de gestión de la sociedad se compone de cuatro fases: iniciación, ratificación (o estrategia), ejecución, y evaluación (o control); correspondiendo en el sistema monista las fases impares a la función gerencial en sentido estricto —consejeros ejecutivos—, y las pares a la función de supervisión —Consejo en pleno—, a pesar del equívoco uso de los términos por el autor que atribuimos a un *lapsus calami*. Citaba PAZ-ARES al respecto la clasificación realizada mucho antes por FAMA, E., y JENSEN, M., «Separation of Ownership and Control», en *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, pp. 303-304. Anteriormente, véase también a RODRÍGUEZ ARTIGAS, *Consejeros Delegados...*, op. cit., p. 77, para quien el proceso de gestión de la sociedad es un proceso unitario formado por cuatro fases: programación, dirección, ejecución y control.

<sup>70</sup> El paralelismo allí no es, sin embargo, entre las comisiones auxiliares permanentes (primero) y los comités especiales (después), pues la existencia de cualquier tipo de comité de consejeros independientes tiene su origen en las cláusulas de *safe harbor* y su progresiva evolución.

<sup>71</sup> El caso *Perlegos v. Atmel Corp.*, Del. Ch., No. 2320-N (8 de febrero de 2007), apuntó expresivamente que «para evitar dudas o cuestiones de lealtad, los consejos de administración han nombrado comités especiales compuestos por consejeros independientes para aislar ciertas decisiones de revisiones judiciales más rigurosas». Merece mención especial entre estas comisiones *ad hoc* el denominado «*Special Litigation Committee*», que desde los años 70 del siglo pasado tiene la misión de estudiar las acciones de responsabilidad social emprendidas por los accionistas frente a determinados consejeros por

es menos que su uso se está generalizando como una manera de mejorar la diligencia empleada por parte del CdA en general y de los consejeros supervisores en particular<sup>72</sup>.

No se nos escapa la importancia que podría tener este Comité Especial en determinadas materias competencia del CdA<sup>73</sup>, de manera que salieran de esa Comisión

---

daños a la sociedad —*derivative actions*— y decidir en nombre del Consejo cómo actuar con ellas, dado que un requisito procedimental esencial, salvo ciertas excepciones, para las *derivative actions* es la necesidad de presentar la demanda en primer lugar al CdA, que procederá con ella admitiendo sus peticiones o bien rechazándolas, vid. la Regla 23.1 del *Federal Rules of Civil Procedure*, así como las disposiciones estatales correspondientes en la normativa sobre el procedimiento en las *derivative actions*, sec. 7.42 de la *MBCA*; regla 23.1 de las *Chancery Court Rules* del Estado de Delaware; sec. 626(c) de la *NYBCL*; y sec. 800(b)(2) del *Cal. Corp. Code*. Véase también la sec. 7.03 de los *ALI Principles*. Y entre la jurisprudencia de Delaware destacan los casos *Zapata Corp. v. Maldonado*, 430 A.2d 779, Del. Supr. (31 de diciembre de 1981); *Lewis v. Fuqua*, 502 A.2d 962, Del. Ch. (12 de noviembre de 1985); *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917, Del. Ch. (13 de junio de 2003).

<sup>72</sup> Ya lo expresaba así SIMPSON, «The Emerging Role...», op. cit., pp. 672-674 y 689. Un ejemplo concluyente en este sentido se muestra en el mismo caso *Perlegos v. Atmel Corp.*, citado en la nota anterior, en el que tras unas importantes irregularidades en gastos de viaje de algunos *officers* y *executives* percibidas por el Comité de Auditoría, el CdA decidió crear un Comité Especial *ad hoc* formado por consejeros independientes con el fin de investigar a fondo las irregularidades, para lo que fue autorizado a adoptar cualquier decisión que considerase apropiada en relación con su investigación. El Comité Especial contrató los servicios de una compañía de investigación independiente, y supervisó el trabajo por ésta realizado. La mencionada compañía de investigación realizó un examen completo de las circunstancias, y concluyó que efectivamente los *officers* sospechosos habían defraudado a la sociedad; presentó sus conclusiones en un informe al Comité Especial. El Comité Especial confió razonablemente en las conclusiones de la compañía de investigación, y decidió en consecuencia destituir por justa causa a los *officers* señalados —el Tribunal aceptó su competencia al respecto, atendiendo a la *DGCL*—.

<sup>73</sup> Señaló ESTEBAN VELASCO, «Reorganización de la composición del Consejo...», op. cit., p. 96, que «es razonable pensar que si se crean comités especiales del Consejo para tareas de especial importancia con presencia exclusiva o destacada de consejeros independientes y si en caso de operaciones en conflicto de intereses, directos o indirectos, de los consejeros se establece el deber de abstención del afectado y la decisión sobre su aprobación se confía a consejeros desinteresados y efectivamente independientes se dan unas condiciones potencialmente adecuadas para que éstos se inclinen a favor de la decisión mas favorable al interés de la compañía y que la solución a favor de estos consejeros es más eficiente que confiarla, p. ej., a otro órgano como la Junta General, sobre todo en sociedades de gran dimensión». Piénsese en las operaciones vinculadas. Así, en Estados Unidos, al margen de las *safe harbor provisions* y su desarrollo por los Tribunales, la propia NYSE ha previsto que «todas las operaciones vinculadas deben ser revisadas y evaluadas por un grupo apropiado dentro de la compañía implicada. Si bien la Bolsa no especifica quién debería revisar las operaciones vinculadas, la Bolsa cree que el Comité de Auditoría u otro grupo comparable puede ser considerado apropiado para esta tarea» —sec. 314—. En similares términos se pronuncian las *NASDAQ Stock Market Rules* —regla 5630(a)—. Muy destacadamente, en Italia se ha adoptado recientemente el *Regolamento CONSOB recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*, de 12 de marzo de 2010, reclamado por el art. 2391 bis del Código Civil, que establece que las operaciones vinculadas de mayor relevancia requieren la opinión previa favorable de un Comité *ad hoc* formado exclusivamente por consejeros independientes para la posterior aprobación por el CdA, Comité que participará en la negociación de la transacción a través de un completo flujo informativo con los sujetos encargados de la conducción de las negociaciones, disponiendo de amplias facultades como la posibilidad de formular observaciones a éstos, contratar a los expertos asesores de su elección, o acceder a toda la información precisa —vid. art. 8 del *Regolamento*; vid. también el art. 7, referido a las operaciones de menor relevancia, en las que la opinión del Comité *ad hoc*, en este caso con mayoría de independientes, no es vinculante para el CdA; el Anexo 3 del *Regolamento* explica la diferencia entre operaciones de mayor y menor relevancia—; en caso de opinión desfavorable del Comité *ad hoc* de

propuestas, recomendaciones o informes con la finalidad de auxiliar al propio Consejo, o bien de facilitar un instrumento informativo adicional a los accionistas de la sociedad. Sin duda una de ellas es el supuesto que nos ocupa<sup>74</sup>. La participación de un Comité Especial de consejeros independientes en la proyección de una fusión o adquisición podría facilitar el ejercicio coordinado del control interno sobre la operación, particularmente en los momentos más destacados de intervención del CdA en el procedimiento de fusión, como son el proyecto y el informe de los administradores. En ambos casos supervisando la efectiva transparencia de la información proporcionada; y, en particular, con motivo del informe, al mismo tiempo que la incorporación de oposiciones y sus justificaciones individuales, no sería irrelevante la anexión al mismo de la opinión del Comité respecto de cada uno de los puntos de la propuesta, con la manifestación de las posibles consecuencias de la fusión para los intereses de los accionistas dispersos, en una suerte de valoración paralela por el Comité Especial de consejeros independientes. Y, llegando aún más lejos, no debemos descartar la

---

consejeros independientes, la JG podrá autorizar la operación a través de un acuerdo de la mayoría de los accionistas no vinculados —art. 8.2 del *Regolamento*—. Los proyectos de la norma italiana atribuían un papel más destacado al Comité de independientes, pues le hacían responsable de la propia negociación con la parte vinculada, mas la crítica acogida entre la doctrina determinó esta posición más prudente, MONTALENTI, P., «Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?», ponencia presentada en el Congreso organizado por el Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sobre *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 de septiembre de 2009; véanse asimismo las opiniones del autor a los diversos *Documenti di consultazione* sobre la norma, disponibles en <[www.consob.it](http://www.consob.it)>. El propio CUBG español apunta en su recomendación 8.c) que «se recomienda que el Consejo apruebe las operaciones vinculadas previo informe favorable del Comité de Auditoría o, en su caso, *de aquel otro al que se hubiera encomendado esa función*; y que los consejeros a los que afecten, además de no ejercer ni delegar su derecho de voto, se ausenten de la sala de reuniones mientras el Consejo delibera y vota sobre ella» (la cursiva es nuestra). Además del caso de las operaciones vinculadas, el Comité Especial de consejeros independientes podría ser útil para ciertas modificaciones estatutarias, operaciones estratégicas, etc.

<sup>74</sup> En Estados Unidos el Comité Especial de consejeros independientes para fusiones y adquisiciones funciona eficazmente como medio de control. Según el caso *In re Cox Communications Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604, Del. Ch. (6 de junio de 2005), «por lo general, la experiencia con tales comités ha sido positiva. Los consejeros independientes han entendido cada vez mejor y han ejercido de forma cada vez más agresiva las cargas de actuar como garante de los intereses de la minoría, ejerciendo un examen más profundo de los aspectos económicos de las transacciones a las que se enfrentan y desarrollando estrategias efectivas de negociación a fin de extraer valor para la minoría desde el accionista de control. Cuando funciona bien, la combinación de un comité especial, con la perspicacia general de los negocios y una cantidad justa de conocimiento específico de la compañía, con astutos asesores que saben cómo empujar las palancas en una fusión para extraer ventaja económica, es muy fuerte y beneficiosa para los accionistas minoritarios». Añadió el Tribunal que «por ahora, la experiencia ha demostrado que los comités especiales y las mayorías independientes del consejo están dispuestos a decir no a los sujetos que ostentan el control».

posibilidad de otorgar amplios poderes de programación a un *Special Negotiation Committee* al estilo estadounidense en los casos en que existan conflictos de interés relevantes en la fusión o adquisición propuesta<sup>75</sup>. Lo cierto es que apartar eventualmente a los consejeros interesados —aunque sean ejecutivos— de la programación de la fusión, o relegar su papel al suministro de información, no es en detrimento del buen fin de aquélla, dada la importancia que desempeñan los asesores externos en el análisis completo de *due diligence* de la operación, siendo así que normalmente la redacción real del proyecto, e incluso de los informes, procede a cargo de los propios bancos de inversión, consultoras, o despachos profesionales encargados del estudio de viabilidad<sup>76</sup>.

Ahora bien, la generalización en España de este tipo de Comités *ad hoc* como instancias eficaces de control interno es incierta hoy en día, precisamente por la escasa confianza actual en el papel de los consejeros independientes. El aumento de esa confianza, y el consecuente desarrollo del Comité Especial como instrumento de control —y por extensión, de cualquier medida de control vinculada al consejero independiente— pasa ineludiblemente por el completo desarrollo de su estatuto como consejero supervisor.

---

<sup>75</sup> Así, nuestra posición prudente en las operaciones sin conflicto de interés se invierte en relación a aquellas que presentan conflicto. En el primer caso entendemos suficiente la simple emisión de informes, opiniones no vinculantes, o la manifestación de oposición (y sus causas) a los acuerdos concretos del CdA; mientras que en el segundo entendemos más adecuada la emisión preceptiva de recomendación vinculante para el Consejo en su propuesta a la JG que deba aprobar el proyecto, lo que probablemente conllevaría una mayor implicación del Comité en la programación de la operación.

<sup>76</sup> Vid. HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal («legal due diligence») en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008, pp. 164-165, señalando que «en esta instancia, resulta difícil que los administradores tengan conocimiento técnico suficiente en cada una de estas facetas. Para asegurar su posición informativa, no resulta extraño en la praxis el recurso a expertos que verifiquen el estado de la empresa social en cada una de las modalidades de revisión (v.gr. estratégica, operativo-comercial, financiero-contable, legal)»; vid. también a MARTÍ MOYA, *El procedimiento de fusión...*, op. cit., pp. 51-52, que en referencia al proyecto dice que «si bien ha de ser suscrito necesariamente por los administradores, normalmente no son ellos mismos sus redactores materiales. En efecto, en numerosas ocasiones las operaciones son diseñadas por los llamados “*mariers d’affaires*”, que son, normalmente, los encargados de los estudios comerciales, económicos, de producción, financieros o jurídicos previos a la redacción del proyecto. Suele tratarse de departamentos especializados de bancos o despachos de asesores que tienen conocimientos específicos y adecuados para delinear mejor estas complejas operaciones» (notas al pie omitidas).

## V. BIBLIOGRAFÍA

ALLEN, W., «Independent Directors in MBO Transactions: Are They Fact of Fantasy?», en *The Business Lawyer*, núm 45, 1990, pp. 2055 a 2063.

BAINBRIDGE, S., *Corporation Law and Economics*, Nueva York, Foundation Press, 2002.

BRANSON, D. M., *Corporate Governance*, Charlottesville (Virginia), Michie Company, 1993; Cumulative Supplement de 2001.

CHAPMAN, J. A., y JAMES, B. W., «The use of Special Committees in Merger and Acquisitions», en *Texas Journal of Business Law*, núm. 42:3, 2008, pp. 315 a 337.

CLARK, R., *Corporate Law*, Aspen Publishers, 1986.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, L. J., y PÉREZ TROYA, A., *Fusión de sociedades (Artículos 232 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, pertenece a la Colección URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M. (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IX, *Transformación, fusión y escisión de la sociedad anónima*, vol. 2.º, Cizur Menor, Thomson-Civitas, 2008.

COX, J., y HAZEN, Th., *On Corporations*, 2.ª ed., Nueva York, Aspen Publishers, 2003 (3 vol.).

DI NANNI, C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Nápoles, 1992.

EMBED IRUJO, J. M., «En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (fusión, escisión y otros procedimientos similares)», en *Cuadernos de Derecho y Comercio*, núm. 9, 1991, pp. 13 a 37.

— «Artículo 234. Preparación de la fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2245 a 2253.

— «Artículo 235. Contenido del proyecto de fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2253 a 2262.

— «Artículo 237. Informe de los administradores sobre el proyecto de fusión», en ARROYO MARTÍNEZ, I., EMBED IRUJO, J. M., y GÓRRIZ LLÓPEZ, C. (coords.), *Comentarios a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, Tecnos, 2009, vol. III, pp. 2271 a 2274.

ESTEBAN VELASCO, G., «Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 27, 2006, pp. 85 a 114.

FAMA, E., y JENSEN, M., «Separation of Ownership and Control», en *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, pp. 301 y ss.

*Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations*, Thomson-West, edición permanente, actualización 2008.

GORDON, J., «The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices», en *Stanford Law Review*, núm. 59, 2007, pp. 1465 a 1568.

GUASCH MARTORELL, R., *La escisión de sociedades en el derecho español: la tutela de los intereses de los socios y acreedores*, Madrid, Civitas, 1993.

HERNANDO CEBRIÁ, L., *La revisión legal («legal due diligence») en el derecho mercantil*, Granada, Comares, 2008.

JUSTE MENCÍA, J., «Fusiones especiales», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 767 a 803.

LARGO GIL, R., *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 1992.

— *La fusión de sociedades mercantiles. Fase preliminar, proyecto de fusión e informes*, Madrid, Civitas, 2.ª edición, 2000.

— «La fase previa y el proyecto de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 421 a 487.

LEECH, N., y MUNDHEIM, R., «The Outside Director of the Publicly Held Corporation», en *The Business Lawyer*, núm. 31, 1976, pp. 1799 a 1838.

LIN, L., «The effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism. Theories and Evidence», en *Northwestern University Law Review*, núm. 90, 1996, pp. 904 a 976.

MARTÍ MOYA, V., *El procedimiento de fusión de las sociedades mercantiles: preparación, adopción e impugnación del acuerdo*, Granada, Comares, 2010.

MONTALENTI, P., «Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?», ponencia presentada en el Congreso organizado por el Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sobre *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 de septiembre de 2009.

NATHAN, Ch. M., «Practical Implications of CNX Gas on Controlling Shareholder Acquisitions», en *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 13 de julio de 2010, disponible en <<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/>>.

PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «El gobierno de las sociedades: un apunte de política legislativa», en AA.VV., *Derecho de sociedades: Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, McGraw-Hill, Madrid, 2002, vol. II, pp. 1805 a 1818.

PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades*, Madrid, Civitas, 1998.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., *Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración*, Madrid, Montecorvo, 1971.

— *Escisión (Artículos 252 a 259 LSA)*, pertenece a la Colección URÍA, R., MENÉNDEZ, A., y OLIVENCIA, M. (coords.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo IX, *Transformación, fusión y escisión de la sociedad anónima*, Vol. 3.º, Madrid, Civitas, 1993.

RONCERO SÁNCHEZ, A., «Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 721 a 766.

SÁNCHEZ CALERO-GUILARTE, J., «Los consejeros independientes. (Análisis de su presencia en el IBEX 35)», en *EPrints Complutense*, núm. 1, 2006.

— «Los consejeros independientes y la reorganización del Consejo de Administración», en *EPrints Complutense*, núm. 21, 2008.



— «Informe de los administradores y de los expertos independientes. Balance de fusión», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 489 a 526.

SEQUEIRA MARTÍN, A., *Fusión (artículos 233 a 251)*, pertenece a la colección SÁNCHEZ CALERO, F. (coord.), *Comentarios a la ley de Sociedades Anónimas*, tomo VII, *Transformación, fusión y escisión. Artículos 223 a 259*, Madrid, Edersa, 1993.

— «Comentario al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intracomunitarias», en *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 31, 2008, pp. 33 a 54.

— «El concepto de fusión y sus elementos componentes», en AA.VV., *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Cizur Menor, Aranzadi, 2009, tomo I, pp. 375 a 420.

SIMPSON, S., «The Emerging Role of the Special Committee. Ensuring Business Judgement Rule Protection in the Context of Management Leveraged Buyouts and other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest», en *The Business Lawyer*, núm. 43, 1988, pp. 665 a 690.

STEVELMAN, F., «Going Private at the Intersection of the Market and the Law», en *The Business Lawyer*, núm. 62, 2007, pp. 775 a 912.

SUBRAMANIAN, G., «Fixing Freezeouts», en *Yale Law Journal*, núm. 115, 2004, pp. 2 a 70.